

Restructurations et performances de l'entreprise : Une méta-analyse

José Allouche,
IAE de Paris, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, GREGOR
Patrice Laroche,
Université Nancy 2, CEREFIGE / GREGOR
Florent Noël,
IAE de Paris, U. Paris 1 Panthéon-Sorbonne, GREGOR*

Classification JEL : J 63, L 25 – *Réception* : août 2007 ; *acceptation* : février 2008

Correspondance : allouche.iae@univ-paris1.fr, noel.iae@univ-paris1.fr,
patrice.laroche@univ-nancy2.fr

Résumé : Les restructurations occupent une place centrale dans la vie des entreprises occidentales. Or, les preuves de leur capacité à améliorer ou redresser les performances restent ténues et la littérature empirique apporte des résultats ambigus et parfois contradictoires. Cet article a pour but d'explorer cette littérature en recourant aux outils de la méta-analyse. Il ressort de l'examen de 52 publications académiques que les restructurations ne se révèlent positives qu'à long terme et lorsque l'opération s'inscrit dans une reconfiguration de l'organisation. Par ailleurs, leur incidence sur les cours boursiers, contrairement à l'idée couramment admise, est plutôt négative, les marchés marquant leur méfiance à l'égard d'opérations trop simplistes et potentiellement révélatrices de difficulté. Il ressort de ces résultats que les restructurations ne sont efficaces qu'à la condition d'être mises en œuvre de façon proactive.

Mots clés : Restructurations, performance, méta-analyse, cours boursiers

Abstract: Downsizing is now an important feature of western economies. However, their economic outcomes remain uncertain, as past academic empirical literature leads to ambiguous and sometimes contradictory results. This article aims at examining this literature using meta-analysis. It is shown from a 52-publication sample that downsizing leads to positive outcomes on the long run only, and when it is included in a wide organizational change process. Further, the effects of downsizing on shareholders' wealth are negative, contrary to popular belief. Investors seem worried about too simplistic operations that may reveal previously unknown difficulties. Finally, our results show that downsizing is more about to be efficient when implemented in a proactive way.

Key-words: Downsizing, corporate performance, meta-analysis, stock prices

* Les auteurs tiennent à remercier les deux relecteurs anonymes pour la précision et le caractère constructif de leurs remarques qui ont permis d'améliorer substantiellement la qualité de cet article. Les auteurs demeurent entièrement responsables des imperfections, erreurs ou omissions qui subsistent.

Les restructurations et les suppressions d'emplois qui les accompagnent occupent une place centrale dans la vie socio-économique des pays occidentaux depuis plusieurs décennies. Il apparaît désormais difficile d'identifier des entreprises qui n'auraient pas eu à procéder à des ajustements de main-d'œuvre dans la poursuite de leurs activités, à tel point que la question des restructurations apparaît régulièrement au rang des préoccupations premières des Directeurs des Ressources Humaines, au coude à coude avec la gestion des compétences clés (CSC, 2005). Ce phénomène ne s'est pas banalisé pour autant. D'une part, peu d'écrits lui ont été consacrés (Allouche et Freiche, 2007) et d'autre part, la décision de restructuration demeure probablement l'une des plus difficiles que les dirigeants puissent avoir à prendre tant elle semble révéler l'antagonisme des intérêts des différentes parties prenantes affectées (McMahon, 2000).

La décision est rendue d'autant plus difficile que la gestion des restructurations se révèle souvent risquée. En effet, les restructurations génèrent des effets pervers qui débouchent sur autant de coûts cachés qui ne sont pas comptabilisés mais qui n'en pèsent pas moins *in fine* sur la performance économique et financière de l'entreprise (Zardet, 1993). Dans une perspective issue de la psychologie sociale, les restructurations, et plus particulièrement les suppressions d'emplois et les licenciements, ont des effets négatifs sur les attitudes et les comportements des « survivants ». Dans la foulée des travaux fondateurs de Brockner (1988), les brèches dans le contrat psychologique que les licenciements pouvaient engendrer ont été mises en évidence. Elles peuvent conduire à une montée des sentiments d'injustice et d'insécurité, ayant des effets négatifs sur le bien-être des individus, leur implication et par suite leur performance au travail. Dans une perspective socio-organisationnelle, les restructurations ont des effets potentiellement néfastes sur la capacité d'innovation des entreprises en désorganisant les réseaux internes nécessaires à la prise de décision (Dougherty et Bowman, 1995) et en inhibant les comportements entrepreneuriaux (Mone *et al.*, 1998). Les restructurations sont en outre rarement menées de telle sorte qu'il soit possible de maîtriser la qualité de la main-d'œuvre restante dans l'entreprise, si bien que les ressources humaines pourraient avoir tendance à s'appauvrir (Chevalier et Dure, 1993; Mone, 1994). La fréquence de ces effets pervers explique pourquoi d'autres chercheurs se sont attachés à définir les conditions de réussite d'une restructuration en mettant en évidence les « bonnes pratiques » en la matière (Brockner *et al.*, 2004; Cameron, 1994; Fabre, 1997; Garaudel *et al.*, 2007).

Malgré ces effets pervers assez bien connus, la pratique des restructurations s'est développée de sorte que certains les qualifient de phénomène permanent (Aubert et Beaujolin-Bellet, 2004). C'est la rationalité de la décision qui peut alors être discutée. Pour cela, un second courant de recherche adopte une démarche inspirée du néoinstitutionnalisme sociologique pour identifier les forces sociales qui déterminent le recours aux restructurations. Il en ressort que le sureffectif est éminemment une construction sociale. La décision obéirait ainsi autant au calcul économique rationnel qu'à l'équilibre de rapports de force internes à l'entreprise (Mallet, 1989). Ainsi, indépendamment de ses effets sur la performance, le recours aux suppressions d'emplois serait un instrument de légitimation mimétique pour les dirigeants (Beaujolin, 1999; McKinley *et al.*, 1995; Noël, 2004). Cette légitimation serait rendue possible à mesure que la réprobation sociale dont les restructurations peuvent faire l'objet, en raison notamment de leur incompatibilité avec la norme de l'emploi à vie, s'efface devant la montée de la croyance en son caractère efficace, donc rationnel, donc inéluctable (Ahmadjian et Robinson, 2001; McKinley *et al.*, 2000).

Il est classique de défendre les restructurations en arguant de la responsabilité qu'endossent les dirigeants, à l'égard de la collectivité, en recherchant la maximisation du profit (Friedman, 1970), ou encore en se référant à l'ordre contractuel et juridique qui place le décideur en situation de préférer la satisfaction de l'actionnaire à celle de toute autre partie prenante (Lämsä, 1999). Dans un cas comme dans l'autre, les salariés « restructurés » apparaissent comme la partie prenante qui supporte le coût de ces ajustements avec peu de perspectives d'en bénéficier ultérieurement. Dès lors, la seule justification aux restructurations réside dans leur capacité à améliorer la profitabilité des entreprises et à créer de la valeur pour les actionnaires (Noël, 2007).

Or, la littérature empirique peine à dégager un consensus clair quant au caractère bénéfique des restructurations et des suppressions d'emplois (Morris *et al.*, 1999). L'objectif de cet article est alors de participer à ce débat en offrant une synthèse des travaux consacrés à l'évaluation économique et financière des restructurations. En tentant de mettre au jour les conditions sous lesquelles les restructurations s'avèrent bénéfiques, on discute *de facto* de leur légitimité dans une perspective utilitariste. En confrontant cette évaluation économique à un examen de la façon dont les actionnaires réagissent à l'annonce de tels événements on se donne, en outre, les moyens de discuter d'éventuels effets d'emballage mimétiques ou de pression coercitive

qui viendraient favoriser la « normalisation » de leur usage (McKinley et al., 1995).

Pour cela, une synthèse de la littérature académique empirique est proposée, permettant de dégager les hypothèses fondamentales qui émergent d'un ensemble de travaux encore largement disparate. Cette synthèse précède une méta-analyse dont le but est d'offrir une mesure quantitative des régularités au sein des relations complexes entre suppressions d'emplois et performances de l'entreprise.

1. Cadre théorique et hypothèses issues de la littérature empirique existante

La présentation du cadre théorique et de l'état de l'art sur la question de l'évaluation des restructurations ne peut faire l'économie d'une réflexion sur le concept même de restructuration utilisé par les auteurs avant de mettre en avant les hypothèses fondamentales de ce débat.

1.1. Le concept de restructuration : des changements de structure ayant des conséquences sur l'emploi

La recherche académique bute sur la difficulté qu'il y a à isoler le problème des mutations économiques qui constituent le fondement des restructurations, des conséquences sociales de leur traitement. Si les « changements de structure » ne posent pas de problème particulier, il n'en est pas de même des suppressions d'emplois et plus particulièrement des licenciements qui les accompagnent. La littérature anglo-saxonne semble avoir levé cette difficulté en recourant au concept de *downsizing* qui relie les deux dimensions du problème.

La définition offerte par Cameron (1994) conçoit le *downsizing* comme « un ensemble d'activités, entrepris par le management d'une organisation, dans le but d'améliorer son efficacité, sa productivité et/ou sa compétitivité [...]. Il affecte (a) le volume de la main-d'œuvre, (b), les coûts, et (c) l'organisation du travail ».

Le concept de *downsizing* est probablement celui qui se rapproche le plus de celui que la recherche francophone qualifie de « restructuration ». En anglais comme en français, ce concept tend à occulter les nombreux changements de structure menés sans pression sur l'emploi. Sont ainsi négligées les modifications de périmètre des entreprises (cessions d'activité, externalisations...) qui ont bien une incidence sur les structures mais qui n'affectent pas directement l'emploi¹. De façon

l'emploi¹. De façon plus équivoque, les réorganisations à effectif constant, ou qui sont menées sans licenciement, restent largement ignorées alors même qu'elles constituent probablement une grande part de l'activité de restructurations des entreprises et ne sont pas sans implications managériales (Pihel, 2006).

Ce sont par ailleurs les conséquences sur l'emploi qui révèlent ordinairement l'activité de restructuration des entreprises, aux yeux de l'opinion publique comme des chercheurs. Ainsi, la très grande majorité des études empiriques consacrées aux restructurations ou au *downsizing*, renvoie à la littérature portant sur les licenciements (*layoffs*) ou les réductions d'effectifs (*workforce reductions*). Du point de vue de l'opérationnalisation du concept, ce sont bien les annonces de suppressions d'emplois ou l'observation de variations à la baisse des effectifs qui servent de révélateur des restructurations. La recherche sur les restructurations est donc *de facto* une recherche sur les seules restructurations qui engendrent des licenciements. Il y a là un réductionnisme qui limite le champ de la recherche. Toutefois, c'est bien lorsque l'emploi est touché que le problème de la légitimation évoqué précédemment est le plus vif.

1.2. Restructurations et performances de l'entreprise : les hypothèses clés

Ainsi définies, les restructurations peuvent être considérées comme la traduction gestionnaire du concept d'optimisation issu de la théorie économique standard. Les restructurations sont donc supposées avoir un effet bénéfique sur la performance économique et financière des entreprises puisqu'elles doivent conduire à un meilleur usage des facteurs de production. Par nature, elles ont vocation à réduire les coûts et elles devraient, de ce fait, avoir une influence positive sur les marges ou sur les ventes lorsque les gains sont affectés à des réductions de prix.

1.2.1. Restructurations et performances économiques de l'entreprise

Cette relation mécanique n'a pas trouvé de vérification empirique évidente dans la littérature. Pour certains, les suppressions d'emplois n'ont pas d'incidence significative sur la productivité (Baily *et al.*,

¹ Si l'emploi est affecté, c'est alors le fait de l'entité acquéreuse. On a alors une double restructuration : un changement de périmètre décidé par une entreprise et une réorganisation décidée par la seconde.

1994) ou sur la profitabilité (Cascio *et al.*, 1997; Mentzer, 1996; Mick et Wise, 1996). Pour d'autres, en revanche, les ajustements de main-d'œuvre ont une influence positive sur la performance opérationnelle (Chalos et Chen, 2002; Espahbodi *et al.*, 2000; Iqbal et Akhigbe, 1997; Sentis, 1998), sur le retour sur action (ROE) et sur l'efficacité de la force de travail (Elayan *et al.*, 1998) ou sur le retour sur investissement / ROA (Chen *et al.*, 2001). Enfin, d'autres auteurs montrent que les restructurations ont un effet négatif significatif sur la profitabilité (Gombola et Tsetsekos, 1991; Iqbal et Shetty, 1995; McElroy *et al.*, 2001) ou encore que les entreprises qui n'y recourent pas ont des performances plus élevées (De Meuse *et al.*, 2004).

Ces résultats contradictoires ont amené la communauté académique à affiner les contextes stratégiques dans lesquels ces opérations sont menées pour mieux comprendre la relation de causalité. Plus précisément, il s'est agi de vérifier si le fait que les restructurations soient envisagées comme mesures correctrices ne devait pas conduire à les considérer comme susceptibles d'améliorer les performances des entreprises, sans les amener à des niveaux supérieurs à ceux dégagés par les entreprises qui n'y recourent pas, et cela dans la mesure où ces dernières seraient déjà proches de l'optimalité.

La controverse entre Robins et Pearce (1992) et Barker et Mone (1994) a initié ce débat. Pour les premiers, les restructurations sont de nature à redresser les entreprises en difficulté, alors que les seconds insistent sur le fait que les suppressions d'emplois accompagnent le déclin sans permettre un réel rattrapage. L'effet positif identifié par Robins et Pearce serait, selon Barker et Mone, à mettre sur le compte du fait que leur échantillon ne contient pas les entreprises ayant disparu au cours de la période étudiée, négligeant ainsi les entreprises pour lesquelles le déclin a poursuivi son œuvre jusqu'à son terme. Un biais de survie, par ailleurs largement rencontré dans cette littérature, expliquerait alors ces résultats confortant le recours aux restructurations. D'autres auteurs ont par la suite montré que les entreprises qui se restructurent ont généralement des performances inférieures à leurs homologues « stables » (De Meuse *et al.*, 1994; Iqbal et Shetty, 1995). En revanche, partant de niveaux plus bas, elles ont des taux de croissance de leurs bénéfices et de leur capitalisation plus élevés (Wayhan et Werner, 2000) et leur retour sur action évoluerait de telle sorte qu'un rattrapage est observé à la suite des plans de licenciement (Elayan *et al.*, 1998) ou des fermetures de sites (Kalra *et al.*, 1994). Enfin, cette logique de redressement expliquerait que les suppressions d'emplois soient associées à des performances faibles à court terme et des performances plus éle-

vées à moyen long terme (Arcimoles (d'), 1995; Arcimoles (d') et Fakh-fakh, 1997).

La question tourne en dernière analyse autour de la mesure des performances en niveau ou en évolution. C'est pourquoi ces deux hypothèses sont dégagées de la littérature, dont la combinaison permet d'explorer la relation restructuration-performances.

H1 : Les entreprises qui se restructurent par le biais de suppressions d'emplois ont des performances plus élevées que celles qui ne se restructurent pas.

H2 : Les entreprises qui se restructurent par le biais de suppressions d'emplois améliorent leurs performances.

Par ailleurs, l'évaluation des restructurations, conçues comme participant à l'optimisation de l'appareil de production, ne peut porter sur les seuls ajustements de main-d'œuvre mais doit au contraire intégrer les mutations à l'œuvre sur l'ensemble des facteurs de production. Cameron *et al.* (1991) identifient ainsi trois formes de restructurations : les simples réductions d'effectifs, la réorganisation du travail et, enfin, le *downsizing* systémique qui consiste en un effort permanent d'amélioration. Ces trois formes peuvent être situées le long d'un continuum dont la dimension est l'inscription de la restructuration dans une réflexion organisationnelle et stratégique plus ou moins poussée et avec des effets attendus à plus ou moins long terme. Ces auteurs concluent au fait que plus la restructuration est pensée et conduite à une échelle large, plus elle a de chance de porter ses fruits (Cameron, 1994; Cameron *et al.*, 1991).

Cela a amené les auteurs travaillant à l'évaluation du lien restructuration-performance à affiner leurs hypothèses pour inclure la nature des mutations à l'œuvre. Cascio *et al.* (1997) montrent ainsi que les opérations qui incluent également une reconfiguration de l'actif ont des résultats meilleurs que celles qui ne font porter l'ajustement que sur l'emploi. De même, Love et Nohria (2005) montrent que les restructurations sont d'autant plus efficaces qu'elles ciblent un *slack* organisationnel précisément identifié de telle sorte que l'on « n'atteigne pas le muscle en dégraissant ». Enfin, les opérations qui consistent à se recentrer sur le cœur de métier ont des effets supérieurs à la moyenne (Chalos et Chen, 2002; Espahbodi *et al.*, 2000). C'est donc la pertinence stratégique et organisationnelle de l'opération qui semble déterminante. Ainsi, les opérations de plus petite taille et non répétées, plus proches

d'une approche systémique sont plus bénéfiques (De Meuse *et al.*, 2004)².

Cette prise en compte des contextes stratégiques conduit à l'adoption de l'hypothèse suivante :

H3 : l'existence d'une perspective stratégique explicite améliore la performance des opérations de restructuration³.

1.2.2. Les réactions des investisseurs

L'influence des marchés financiers participe aussi au jugement global sur les opérations de restructurations. Si l'hypothèse d'efficience des marchés (Fama, 1970) est retenue, alors le cours boursier reflète l'ensemble des informations disponibles sur l'entreprise. Il est possible, en conséquence, à l'annonce de restructurations de déduire de l'évolution du cours boursier si l'opération sera bénéfique ou non. Cette méthodologie dite de l'« étude d'événements » permet d'agrèger l'ensemble des dimensions de la performance sous la forme d'un indicateur synthétique (le rendement cumulé anormal en tant que mesure de la variation du cours boursier imputable à l'élément observé). Si on accepte de relativiser l'hypothèse d'efficience des marchés, les études d'événements permettent plus modestement d'appréhender par défaut l'opinion des investisseurs lors de l'événement. Cette opinion est en effet révélée par leurs comportements de vente ou d'achat de titre. Dans un cas comme dans l'autre, le recours à cet indicateur synthétique permet de classer de façon simple une restructuration comme « bonne » ou « mauvaise » nouvelle, du point de vue de l'actionnaire, à supposer que l'événement n'ait pas été complètement anticipé et déjà intégré dans le cours boursier.

² On notera par ailleurs que lorsque les intérêts des salariés sont pris en compte grâce à des plans d'ajustement respectueux de leur bien-être, la performance semble plus élevée (Chadwick, Hunter et Walton, 2004). Ce résultat isolé peut être rapproché de ce courant en supposant qu'une restructuration respectueuse des salariés est pensée sur le long terme et repose sur une conception des ressources humaines comme actif stratégique et non comme variable d'ajustement.

³ Le contexte institutionnel français rend incontournable une justification des restructurations, et plus précisément des licenciements collectifs, en référence à des perspectives stratégiques. Cela n'est pas le cas dans les pays anglo-saxons où le principe de l'*employment-at-will* prévaut et rend possible des opérations qui ne seraient justifiées que par la simple volonté de réduire les coûts. Par ailleurs, aucune annonce formelle n'est obligatoire. L'essentiel de la littérature synthétisée ici a été produit dans de tels contextes.

On devrait s'attendre à ce que les opérations les plus bénéfiques sur le plan économique et financier soient les mieux accueillies par les investisseurs. Les facteurs qui déterminent l'influence des restructurations sur la performance économique devraient en conséquence être les mêmes que ceux qui expliquent la réaction des marchés. Si une divergence apparaissait toutefois, elle pourrait être interprétée de deux manières. D'une part, elle pourrait souligner le fait que les investisseurs utilisent une information qui ne transparait pas dans l'information comptable et financière traditionnelle (les coûts et performances cachés, les destructions ou créations de potentiel...). D'autre part, une divergence pourrait aussi signaler des effets d'optimisme ou de pessimisme excessifs de la part des investisseurs et au-delà, la présence d'éventuelles pressions institutionnelles favorisant ou freinant les restructurations.

De ces développements, on peut dériver la double hypothèse suivante :

H4a : Le cours boursier est sensible à l'annonce de restructurations.

H4b : L'évolution du cours boursier lors de cette annonce reflète l'influence des restructurations sur la performance économique et financière des entreprises.

Cette tentative de mesure de la réaction des investisseurs à l'annonce de restructurations a été entreprise pour la première fois par Abowd et Milkowich (1990). Ils identifient une réaction négative significative à l'annonce de licenciements permanents ou temporaires, mais seulement dans les cas où il s'agit de la première annonce de ce type. Par ailleurs, cette tendance identifiée au début des années 1980 n'est pas retrouvée à la fin de cette même décennie.

Une multitude de travaux a rapidement confirmé cette tendance négative (Caves et Krepps, 1993; Chadwell et Webb, 1996; Farber et Hallock, 1999; Gombola et Tsetsekos, 1992; Kalra *et al.*, 1994; Worrel *et al.*, 1991), et ceci dans plusieurs contextes nationaux : au Canada (Gunderson *et al.*, 1997; Ursel et Armstrong-Stassen, 1995), au Japon (Lee, 1997), au Royaume-Uni (McKnight et Lowrie, 2002). Mais, d'autres auteurs n'identifient pas d'effets significatifs (Pouder *et al.*, 2004) ou parviennent à des résultats ambigus selon les fenêtres retenues pour évaluer la réaction à l'annonce ou autour de l'annonce (Davidson *et al.*, 1996; Hubler *et al.*, 2004; Pouder *et al.*, 1999). Enfin, deux études indiquent une réaction positive à l'annonce, dans le cas des marchés financiers français (Hubler *et al.*, 2001), ou lors d'annonces effectuées par des holdings bancaires (Chadwell et Mullineaux, 1995).

On retrouve à ce stade de l'analyse une indécision sur l'évolution des cours boursiers à l'annonce des restructurations qui rappelle l'incertitude relevée précédemment quant au lien entre restructurations et performances mesurées sur données économiques et financières.

L'effort de recherche a alors rapidement laissé de côté l'évaluation des réactions boursières globales pour se diriger vers une segmentation des échantillons afin de distinguer les opérations valorisées par les marchés de celles qui détruisent de la valeur.

Ce sont les informations apportées par les annonces de restructurations qui semblent devoir expliquer les réactions plutôt que les restructurations elles-mêmes. L'annonce de restructurations peut en effet servir de signal ou de révélateur de difficultés qui seraient passées inaperçues jusqu'alors. Dans cette veine, on remarque que les cours boursiers deviennent insensibles aux annonces de suppressions d'emplois dès lors que l'entreprise y a déjà eu recours par le passé (Abowd *et al.*, 1990; Farber et Hallock, 1999), ou encore lorsque les licenciements sont une pratique courante dans le secteur d'activité (Lee, 1997). Dans ces cas, l'effet de surprise n'existe plus et les licenciements peuvent être largement anticipés par les investisseurs qui intègrent cette éventualité avant même l'annonce. Pour les mêmes raisons, les réactions seraient de moindre ampleur lorsque les modes de gouvernance des entreprises facilitent l'information régulière des actionnaires sur les difficultés rencontrées, encore que les preuves empiriques de ce phénomène restent ténues (Chadwell et Filbeck, 1994; Filbeck et Webb, 2001; Lee, 1997; Poudier *et al.*, 1999).

Ces développements conduisent à formuler l'hypothèse suivant laquelle les réactions des marchés boursiers sont moins fortes lorsque les restructurations sont une pratique répandue dans l'environnement de l'entreprise et peuvent donc être anticipées. L'opérationnalisation de cette hypothèse conduit généralement les auteurs à considérer la fréquence des restructurations dans le secteur d'activité où opère l'entreprise ou les caractéristiques des régulations nationales qui les rendent plus ou moins probables.

H5 : La réaction des marchés financiers est d'autant plus forte que la pratique des restructurations est peu répandue dans l'environnement de l'entreprise.

Quand bien même l'effet de surprise serait total, les connaissances acquises antérieurement par les actionnaires au sujet de la santé des entreprises permettent de déterminer si les restructurations sont une bonne nouvelle (l'espérance d'un redressement) ou au contraire la révélation de difficultés insoupçonnées. Iqbal et Shetty (1995) montrent ainsi que

la réaction est d'autant plus négative que l'entreprise est connue pour être financièrement performante. Mais d'autres auteurs valident l'hypothèse inverse, soulignant que l'annonce de suppression d'emplois confirme l'existence de difficultés et l'entrée de l'entreprise dans une période de turbulence, voire de déclin (Franz et Crawford, 1998; Gombola et Tsetsekos, 1992; Worrel *et al.*, 1991). Selon Wertheim et Robinson (2000), ces résultats ne s'opposent pas, les premiers travaux mettant en évidence l'espoir de redressement quand les seconds mettent en exergue les asymétries d'informations entre dirigeants et actionnaires. C'est conjointement la crédibilité de la stratégie poursuivie et le degré d'information qui contribuent à forger la réaction boursière.

Il convient de caractériser le contexte stratégique pour expliquer les réactions des investisseurs en distinguant, d'une part, les opérations proactives, intentées avant que l'entreprise n'entre en phase de déclin ou afin de tirer parti, avant les concurrents, de progrès technologiques ou organisationnels, et, d'autre part, les opérations réactives qui visent à corriger une tendance déjà détériorée. En utilisant cette catégorisation binaire, certains auteurs ont montré que les restructurations étaient mieux appréciées en contexte de consolidation qu'en contexte de détresse financière (Elayan *et al.*, 1998; Franz et Crawford, 1998; Worrel *et al.*, 1991). Il en est de même lorsqu'elles sont entreprises en réponse à des faiblesses d'origine interne plutôt qu'externe (Gombola et Tsetsekos, 1992), ou en référence à des objectifs stratégiques et non de redressement (Chadwell et Filbeck, 1994; Chen *et al.*, 2001; Iqbal et Akhigbe, 1997) et qu'elles incluent une refonte de l'organisation et non une simple réduction des coûts (Chalos et Chen, 2002). Depuis, la fin des années 1990, ces études d'événements opposent de façon explicite les opérations « réactives » ou « défensives » aux opérations « proactives » ou « offensives ». Sans que ces catégories soient toujours clairement définies, il apparaît que les opérations du second type sont mieux appréciées que les premières (Gunderson *et al.*, 1997; Hubler *et al.*, 2001; Hubler *et al.*, 2004; Lee, 1997; Pouder *et al.*, 2004).

De ces constats découle l'hypothèse suivante :

H6 : les cours boursiers réagissent plus favorablement aux restructurations proactives qu'aux restructurations réactives.

Enfin, comme cela a été discuté précédemment, les restructurations soulignent un écart par rapport à une situation optimale. L'ampleur de l'opération peut alors servir de mesure à la sous-optimalité antérieure et la répétition des suppressions d'emplois peut révéler les difficultés inhérentes à la mise en œuvre d'une restructuration ou les errements stratégiques. C'est ainsi que la réaction des marchés financiers aux annon-

ces de restructurations se dégrade à mesure qu'elles se répètent (Chadwell et Filbeck, 1994; Hubler *et al.*, 2004; McKnight et Lowrie, 2002). De même, l'ampleur des suppressions d'emplois semble amplifier la méfiance des investisseurs (Brummet *et al.*, 1968; Filbeck et Webb, 2001; Gombola et Tsetsekos, 1991; Hubler *et al.*, 2004; Worrel *et al.*, 1991). A l'inverse, Chadwell et Mullineaux (1995) identifient une meilleure réaction lorsque les opérations sont de grande ampleur, mais ils obtiennent ce résultat sur un échantillon de banques pour lesquelles, par ailleurs, l'effet global est positif. Ils attribuent ce résultat à la croyance au caractère bureaucratique, et par suite inefficace, de ce type d'organisation. La logique de « dégraissage » semble alors s'imposer. C'est probablement la raison pour laquelle les réactions sont également moins négatives lorsqu'il s'agit de diminuer le nombre de « cols blancs » (Caves et Krepps, 1993; Davidson *et al.*, 1996).

On peut alors formuler l'hypothèse suivante :

H7 : Les réactions à l'annonce de restructurations sont plus négatives lorsque l'ampleur de l'opération est importante.

On le voit, l'analyse narrative de cette littérature conduit à un ensemble d'hypothèses qui n'ont jusqu'à présent pas fait l'objet d'une validation systématique et unifiée. Par ailleurs, si certaines semblent tranchées de façon claire, d'autres demeurent sujettes à débat, les auteurs parvenant à des conclusions contradictoires. C'est la raison pour laquelle il est nécessaire de poursuivre cette étude par une méta-analyse permettant de dépasser l'éparpillement des résultats en procédant à leur agrégation au sein d'un même corpus de données. Ce faisant, des effets globaux homogènes des restructurations sur la performance peuvent être mesurés et des explications peuvent être avancées à la diversité des résultats observés. Cette tentative d'explication s'appuie d'une part, sur l'analyse des caractéristiques des protocoles de recherche et d'autre part sur la nature des restructurations observées par les auteurs, et cela en regard des hypothèses identifiées.

2. La démarche de la méta-analyse appliquée au lien restructurations et performances

La méta-analyse est un terme générique qui désigne « l'application d'un ensemble de méthodes d'analyse statistique à un ensemble de résultats empiriques issus d'études singulières, afin de les intégrer, les synthétiser et leur donner un sens » (Muller 1988). Elle constitue une alternative rigoureuse et un complément à l'état de l'art narratif dans la mesure où elle réduit les éléments arbitraires des revues discursives tra-

ditionnelles en offrant une méthodologie standardisée et reproductible (Laroche et Schmidt, 2004). Les techniques de méta-analyse ont été utilisées dans divers domaines comme la médecine et la psychologie afin de permettre le rassemblement et la synthèse d'une littérature empirique éparse fondée sur des échantillons de taille réduite. Elles ont été adoptées plus récemment en sciences de gestion. Elles y ont permis de trancher plusieurs débats académiques de façon rigoureuse, pour autant, cette méthodologie demeure encore peu connue et nécessite que les détails de sa mise en œuvre soient exposés.

L'intérêt de la méta-analyse est de travailler non pas sur une population d'événements ou d'observations quantifiées (en l'occurrence il s'agirait de travailler sur un échantillon d'opérations de restructuration), mais sur une population de résultats statistiques collectés dans la littérature académique empirique. La méthode offre alors la possibilité de synthétiser l'information contenue dans ce corpus de littérature. Pour cela, 4 étapes clés sont nécessaires :

- 1- Collecte, sélection et codage des études empiriques.
- 2- Transformation des statistiques disponibles en une seule et même métrique afin d'en permettre la commensurabilité.
- 3- Détermination d'une grandeur d'effet moyenne sur la population de résultats statistiques afin de dégager une tendance sur l'ensemble de la littérature (méta-analyse).
- 4- Recherche des variables modératrices afin d'expliquer la variance au sein de la population de résultats statistiques dans le cas où aucune grandeur d'effet moyenne significative ne peut être trouvée (méta-analyse stratifiée ou méta-régressions).

Dans un souci didactique, le parti a été pris de présenter la méthode au fil de sa mise en œuvre et de l'examen des résultats.

2.1. Collecte, sélection et codage de la littérature empirique

En tant que méthode de synthèse d'un corps de littérature empirique, il n'est pas surprenant que la première étape de la méta-analyse réside dans la recherche minutieuse et exhaustive de tous les travaux existants en recourant à la fois aux bases de données informatisées (EBSCO pour le champ anglo-saxon et DELPHES et CAIRN pour le champ francophone) et à l'examen « manuel » des citations dans les articles et ouvrages consacrés au sujet. Aucune limitation de date n'a été retenue *a priori*, mais *de facto*, aucune publication utilisable n'a été identifiée avant le début des années 1990, ni dans les bases de données, ni dans

les références citées par les auteurs, ce qui souligne le caractère récent de l'intérêt porté aux restructurations.

Toutes les publications académiques anglophones et francophones comportant une mesure statistique du lien entre le recours aux suppressions d'emplois et des indicateurs de performance économique, financière ou boursière ont été collectées, puis sélectionnées selon des critères préétablis, afin notamment d'éviter les biais de sélection, de surreprésentation et de publication (Laroche, 2007). Une recherche a ainsi été considérée comme académique dès lors qu'elle a fait l'objet d'une procédure de sélection par un comité de lecture anonyme et qu'elle a été publiée soit dans une revue de recherche, soit sous forme d'ouvrage dans une collection reconnue pour sa rigueur académique. Les communications à des congrès et les cahiers de recherche n'ont pas été repris dès lors que les résultats présentés n'ont pas donné lieu à publication ultérieure.

Au total, ce sont 52 études empiriques qui ont été repérées et qui répondent à ces critères. Comme on le constate à la lecture de la revue classique de la littérature, les résultats que ces études contiennent sont de trois types bien distincts⁴ :

1. On trouve tout d'abord des résultats statistiques portant sur le lien entre restructurations et *niveau* de performance. Il s'agit généralement de comparaisons des performances entre un échantillon d'entreprises s'étant restructurées, d'une part et un groupe d'entreprises « stables » ou une moyenne sectorielle, d'autre part. L'écart de performance est classiquement mesuré l'année de la restructuration, mais souvent également au cours des années suivantes. (15 publications comprenant 65 résultats exploitables).
2. On trouve ensuite un ensemble de résultats qui portent sur l'*évolution* de la performance des entreprises à la suite d'une restructuration. Le point de référence est alors la performance enregistrée l'année précédant la restructuration. Les méthodes reposent

⁴ Certaines publications adoptent des méthodologies très atypiques qui ne peuvent être intégrées dans ce corpus de littérature. Elles ont donc été écartées. On peut ainsi citer Mentzer (1996) qui recourt au pourcentage de variation d'effectifs dans des modèles en coupe, Meschi (1996) qui utilise des indicateurs de performance subjectifs, Karake (1997) qui ne fournit pas suffisamment d'information sur sa méthodologie, et Krishnan et Park (1998) qui testent l'hypothèse d'une courbe en U pour décrire la relation restructuration-performance. Par ailleurs, lorsque deux publications, par les mêmes auteurs, utilisent les mêmes échantillons, seuls les résultats qui ne sont présents que dans l'une ou l'autre ont été retenus, afin de ne pas compter deux fois les mêmes résultats (par exemple Cascio et al. (1997, 1999), Gombola et Tsetsekos (1991, 1992)).

pour la plupart sur des régressions linéaires ou des analyses de corrélations. (11 publications comprenant 41 résultats exploitables).

3. Enfin, le plus grand nombre de résultats statistiques sont issus d'études d'événements. Ils mesurent la déviation des cours boursiers à l'annonce de restructurations par rapport à un cours « normal ». Cette déviation peut être mesurée sur un nombre de fenêtre très divers : le jour de l'annonce, la veille de l'annonce, au cours de la semaine ou des mois qui suivent ou qui précèdent... (34 publications. la multiplication des fenêtres fait exploser le nombre de résultats exploitables)⁵.

Cette variété de méthodes interdit l'agrégation de leurs résultats. Il est donc pertinent de procéder par la suite à trois méta-analyses en parallèle. Cette segmentation du matériau disponible permet en outre de répondre de façon plus précise aux interrogations qui traversent la revue narrative de la littérature : les entreprises qui se restructurent ont-elles des performances dégradées par rapport à leurs concurrents ? Les restructurations permettent-elles une amélioration des performances ? Comment réagissent les investisseurs aux restructurations et au faisceau contradictoire d'informations qu'elles véhiculent ?

Ces questions rendent nécessaires le recodage des résultats statistiques obtenus dans les études de façon à faire ressortir les caractéristiques de chacun et de procéder à l'examen des hypothèses relevées dans la revue de littérature normative.

Le tableau 1 récapitule le matériau collecté, les hypothèses rencontrées, les variables de codage et le type de traitements statistiques qui seront décrits plus précisément ultérieurement.

⁵ Certaines publications comportent des résultats de différente nature, elles sont donc comptabilisées plusieurs fois.

Tableau 1 - Plan général de la recherche

Matériau		Etape du protocole	Hypothèse testée	Variables retenues	Méthode
Ensemble des résultats empiriques collectés (52 publications)	Résultats portant sur le niveau de la performance (15 publications) Barker et Mone (1994) ● Cascio et al. (1997) ● Chadwick et al. (2004) ● D'Arcimoles (1995) ● De Meuse et al. (1994) ● De Meuse et al. (2004) ● Denis et Shome (2005) ● Espahbodi et al. (2000) ● Gombola et Testsekos (1992) ● Iqbal et Shetty (1995) ● Kalra et al (1994) ● Love et Nohria (2005) ● Mc Elroy, Morrow et Rude (1997) ● Mick & Wise (1996) ● Sentis (1998) ●	1. mesure d'une grandeur d'effet	H1 : lien restructuration – niveau de performance	Performance exprimée en niveau	Méta-analyse 1
		2. explication de l'effet	H3 : effet positif d'un plan stratégique	Contenu organisation et stratégique de l'opération	Méta-régression 1
	Incidence des caractéristiques de l'étude et du contexte de la recherche		Période étudiée	Pays étudié	
			Secteur d'activité	Indicateur de performance	
Résultats portant sur l'évolution de la performance (11 publications) Barker et Mone (1994) ● Cascio et al. (1997) ● Chalos et Chen (2002) ● D'Arcimoles (1995) ● D'Arcimoles et Fakhfakh (1997) ● Denis et Shome (2005) ● Mentzer (1996) ● Mick & Wise (1996) ● Robbins et Pearce (1992) ● Rondeau & Wagar (2003) ● Wayhan et Werner (2000) ●	1. mesure d'une grandeur d'effet globale	H2 : lien restructuration – évolution de la performance	Performance exprimée en évolution	Méta-analyse 2	
	2. explication de l'effet	H3 : effet positif d'un plan stratégique	Contenu organisation et stratégique de l'opération	Méta-régression 2	
Incidence des caractéristiques de l'étude et du contexte de la recherche		Période étudiée	Pays étudié		
		Secteur d'activité	Indicateur de performance		
				Délai entre restructuration et mesure de la performance	

<p>Résultats portant sur les réactions boursières à l'annonce (34 publications)</p> <p>Abowd, <i>et al.</i> (1990) • Abraham (2004) • Caves et Krepps (1993) • Chadwell et Filbeck (1994) • Chadwell et Mullineaux (1995) • Chadwell et Webb (1996) • Chalos et Chen (2002) • Chen <i>et al.</i> (2001) • Collet (2004) • Davidson, <i>et al.</i> (1996) • Elayan <i>et al.</i> (1998) • Farber et Hallock (1999) • Filbeck et Webb (2001) • Franz, <i>et al.</i> (1998) • Gombola et Tsetsekos (1991) • Gunderson, <i>et al.</i> (1997) • Hallock (1998) • Hubler, <i>et al.</i> (2001) • Hubler, <i>et al.</i> (2004) • Iqbal et Akhigbe (1997) • Iqbal et Shetty (1995) • Kalra, <i>et al.</i> (1994) • Lee (1997) • Madura <i>et al.</i> (1995) • McKnight, <i>et al.</i> (2002) • Nixon, <i>et al.</i> (2004) • Palmon, <i>et al.</i> (1997) • Poudet, <i>et al.</i> (1999) • Poudet, <i>et al.</i> (2004) • Spivey, <i>et al.</i> (1994) • Sun et Tang (1998) • Ursel et Armstrong-Strassen (1995) • Wertheim et Robinson (2000) • Worrell, <i>et al.</i> (1991)</p>	1.	Mesure d'une grandeur d'effet globale	H4a : existence d'une réaction boursière à l'annonce	Toutes les annonces	Meta-analyse 3	
				H4b : convergence entre l'évolution des cours boursiers et les effets économiques	Comparaison MA 1, 2 et 3 Comparaison MRA 1, 2 et 3	
		2.	Explication de l'effet	H5 : effet de surprise	Secteur d'activité	Méta-régression 3
					Nature de la régulation nationale	
	H6 : effet positif des opérations proactives			Caractère proactif de l'opération		
				Contenu organisationnel de l'opération		
H7 : effet négatif de l'ampleur de l'opération	Taille de l'opération					
	Opérations répétées					
	Licenciement permanents					
				Licenciements forcés		

2.2. Transformation des résultats en une seule métrique

Après le travail de collecte de la littérature académique, la deuxième phase de la méta-analyse consiste à agréger les résultats épars de ces études empiriques. Pour ce faire, il existe plusieurs techniques (Wolf, 1986). Ces techniques divergent selon la procédure adoptée et selon le type d'études disponibles (recherches expérimentales ou recherches de type corrélationnel). Parmi les trois démarches principales (Hedges et Olkin, 1985; Hunter *et al.*, 1982; Rosenthal, 1978), celle de Hunter, Schmidt et Jackson a été privilégiée ici. Cette procédure implique, dans un premier temps, de transformer tous les indicateurs d'association disponibles dans les études, en une métrique commune, la grandeur d'effet, qui permet alors de comparer des résultats éventuellement obtenus avec des méthodes statistiques différentes. Dans le cas présent, la grandeur d'effet est estimée par le biais du coefficient de corrélation partielle, comme le suggèrent Doucouliagos & Laroche (2003). Cette mesure présente l'avantage de la facilité de calcul et d'interprétation. Elle se calcule aisément à partir du t de Student ou de l'écart-type de l'échantillon. Les tableaux de conversion de Wolf (1986) ont été utilisés pour passer d'un indicateur à l'autre.

2.3. Détermination d'une grandeur d'effet moyenne

Il faut ensuite mesurer la grandeur moyenne globale de l'effet sur l'ensemble des études collectées. Pour cela, il s'agit d'agréger les résultats de l'ensemble des études afin de vérifier si une tendance globale peut être identifiée parmi des résultats qui semblent disparates. La procédure de Hunter *et al.* (1982) consiste alors tout simplement à calculer la moyenne des coefficients de corrélation partielle r sur l'ensemble des études collectées, après les avoir pondérés en fonction de la taille de l'échantillon de l'étude dont ils sont issus. On dispose alors d'un indicateur de tendance centrale permettant d'identifier la nature de la relation (positive ou négative) et son intensité. Il se peut néanmoins que la variance de résultats obtenus sur chacune des études soit telle que cette tendance centrale n'ait pas de sens. L'homogénéité des effets doit donc faire l'objet de plusieurs vérifications. Hunter *et al.* (1982) proposent de mener à la fois un test d'hétérogénéité (il s'agit généralement d'un test du khi-deux), de vérifier le niveau de variance résiduelle et d'examiner l'intervalle de confiance autour de la grandeur d'effet. Un test significatif indique le rejet de l'hypothèse d'homogénéité. Par ailleurs, il s'agit

de vérifier, d'une part, que la variance résiduelle autour de la moyenne de l'effet n'est pas trop importante (elle ne doit pas représenter plus de 25 % de la variance totale), et d'autre part, que l'intervalle de confiance autour de cette grandeur moyenne n'inclut pas zéro (Hunter *et al.*, 1982).

Dans le cas des études d'événements, l'homogénéité parfaite des méthodologies permet de comparer directement les résultats obtenus par les différentes études sans recourir à des transformations de cette nature. La métrique commune reste donc le rendement anormal de l'action sur la fenêtre d'observation.

Les tableaux 2, 3 et 4 présentent les grandeurs d'effets relatifs respectivement aux groupes d'études portant sur des indicateurs de performance en niveau, en évolution et enfin aux études d'événements.

Tableau 2 - Méta-analyse 1 des études portant sur le lien entre suppressions d'emplois et performances exprimées en niveau

Echantillon d'études	k	N	Moyenne pondérée (r)	Variance résiduelle	Intervalle de confiance à 95 %	Test d'homogénéité ^a
Lien instantané (niveau de performance)	15	6 566	-0,073	77,5 %	-0,097 à -0,048	66,13***

*** $p < 0,001$. ^a Un test significatif indique le rejet de l'hypothèse d'homogénéité du groupe d'études.

Tableau 3 - Méta-analyse 2 lien entre restructurations et évolution de la performance

Echantillon d'études	k	N	Moyenne pondérée (r)	Variance résiduelle	Intervalle de confiance à 95 %	Test d'homogénéité ^a
Lien retardé (évolution de la performance)	10	1 879	+0,091	40,4 %	+0,046 à +0,136	16,60***

*** $p < 0,001$. ^a Un test significatif indique le rejet de l'hypothèse d'homogénéité du groupe d'études.

Tableau 4 - Méta-analyse 3 : moyenne des rendements anormaux moyens cumulés à l'annonce (tous types de licenciements)

<i>Fenêtres</i>	<i>[-1, 0]</i>	<i>[-1, 0]</i> <i>Etudes</i> <i>US</i>	<i>[0]</i>	<i>[0, +1]</i>
<i>Moyenne</i> <i>RAMC</i>	- <i>0,65***</i>	- <i>0,71***</i>	<i>-0,17*</i>	<i>-0,45***</i>
<i>Ecart-type</i>	<i>0,49</i>	<i>0,48</i>	<i>0,32</i>	<i>0,41</i>

***, **, * , indiquent que les coefficients sont statistiquement respectivement significatifs au seuil de 1 % - 5 % - 10 %

Le tableau 2 montre qu'en moyenne les entreprises qui se restructurent affichent des performances moins élevées que les groupes témoins (moyenne pondérée des coefficients de corrélation partielle égale à -0,073). Toutefois, la dispersion des résultats et le test d'homogénéité interdisent de conclure et invitent à rechercher une explication à cette variance des effets observés. De même, le tableau 3 montre une évolution de la performance consécutive aux restructurations ($r = +0,091$), mais là encore, le groupe de résultats statistiques affiche une variance et une hétérogénéité qui interdit de conclure. En l'état, les hypothèses H1 et H2 ne sont pas vérifiées aucun effet positif des restructurations sur la performance des entreprises n'est mis en évidence.

En revanche, le tableau 4 signale clairement que les marchés financiers réagissent négativement à l'annonce de restructurations. Dans un premier temps, la création ou destruction de valeur consécutive à une réduction d'effectifs est examinée à travers le rendement anormal moyen cumulé (RAMC) à la date de l'annonce des suppressions d'emplois. Au moment de l'annonce (fenêtre [0]), la moyenne des RAMC est de -0,17 %. Ce résultat indique que le cours boursier des entreprises qui annoncent un licenciement diminue, en moyenne de 0,17 %. L'analyse de l'évolution des cours boursiers sur des périodes proches de la date d'annonce ([-1,0] et [0, +1]) montre que les réductions d'effectifs affectent négativement la performance boursière des entreprises, respectivement de -0.65 % et de -0.45 %. Cependant, l'examen des écarts-types met en évidence une dispersion relativement forte des résultats autour de la moyenne calculée. Une méta-analyse de régression a donc été retenue afin d'évaluer la nature des sources de variation entre les résultats des études d'événements.

L'hypothèse H4a est donc vérifiée qui prédit une réaction des cours boursiers à l'annonce de restructurations. Toutefois, la validation de cette hypothèse et l'absence de validation des hypothèses H1 et H2 invite à rejeter l'hypothèse H4b selon laquelle le cours boursier reflète le lien entre restructurations et performance économique « réelle ». On peut dès lors supposer que les investisseurs disposent d'informations qui ne transparaissent pas dans les mesures traditionnelles de la performance, ou alors qu'ils condamnent le principe même des restructurations et intègrent cette perception dans leurs décisions d'investissement⁶.

2.4. A la recherche des variables modératrices

S'il n'est pas possible d'identifier une tendance centrale, on peut encore chercher ce qui explique les résultats individuels obtenus par les différents auteurs. Pour cela, deux méthodologies sont envisageables. La première méthode – dite conventionnelle et préconisée notamment par Hunter *et al.* (1982) – consiste à réaliser des méta-analyses en sous-groupes (méta-analyses stratifiées). Des groupes d'observations disposant de caractéristiques similaires pour lesquelles la relation testée serait homogène (Muller 1988) sont élaborés. La seconde méthode – plus avancée – consiste à mesurer l'incidence des variables modératrices en recourant à la régression linéaire. Il s'agit d'identifier la corrélation entre les différentes variables supposées modératrices et la grandeur de l'effet « standardisé », calculée pour chaque étude. Les spécialistes parlent alors de méta-analyse de régression ou de méta-régression (Stanley, 2001; Stanley et Jarrell, 1989). On ne tente plus alors d'identifier une tendance centrale permettant de mesurer l'incidence moyenne des restructurations sur la performance des entreprises – il vient d'être montré que cet exercice était vain – mais plutôt d'identifier ce qui explique que certaines études mettent en évidence des tendances positives et d'autres des tendances négatives : l'objectif de cette modélisation est d'examiner l'effet simultané de plusieurs variables modératrices sur la grandeur de l'effet.

⁶ Cet écart peut en outre refléter un écart technique entre les événements pris en compte : comme cela a été précédemment évoqué, les études portant sur la performance économique et financière des entreprises détectent généralement les restructurations par l'évolution des effectifs, quand les études d'événements se concentreraient davantage sur les annonces de licenciements. On peut alors conjecturer le fait que les restructurations rendant nécessaires le recours à des licenciements sont destructrices de valeurs, contrairement aux autres.

Dans le cadre de cette recherche, c'est cette seconde méthode qui a été retenue. En effet, la taille de l'échantillon n'est pas si grande qu'il soit possible de le scinder en autant de sous- groupes qu'il y a de variables modératrices évoquées par les auteurs des études empiriques collectées. La multiplication des tests par sous-groupes augmente par ailleurs la probabilité d'obtenir un test significatif par hasard. L'avantage de la méta-régression est de tester en même temps l'effet de chaque variable supposée modératrice tout en contrôlant l'effet des autres facteurs d'influence. En outre, la méta-régression est la méthode préconisée pour la recherche des variables modératrices dans le cadre de méta-analyses sur données boursières (Datta *et al.*, 1992). La mise en relation des résultats obtenus sur données comptables et financières d'une part et sur données boursières d'autre part se trouvera facilitée par l'homogénéité des méthodes employées.

Il s'agit alors d'examiner la littérature méta-analysée pour identifier les facteurs qui peuvent influencer sur la relation entre suppressions d'emplois et performances de l'entreprise.

Dans la foulée de la présentation narrative des études effectuée plus haut, et tel que cela est présenté dans le tableau 1, il est possible d'entrevoir plusieurs caractéristiques des études susceptibles d'affecter le lien entre restructuration et performance.

2.4.1. Expliquer la relation entre restructuration et performance économique

Concernant l'examen du lien entre restructuration et performance exprimée en termes économiques ou comptables, plusieurs études distinguent les opérations selon qu'il s'agit d'opérations simplistes ou au contraire d'opérations à fort contenu organisationnel et stratégique reprenant ainsi les distinctions opérées par Cameron (1994). Introduire cette variable codée de façon binaire permet de tester l'hypothèse H3.

Par ailleurs, il est possible de contrôler plusieurs éléments de contexte ou de méthode pouvant expliquer la variation des résultats. Les variables suivantes sont donc introduites dans la méta-régression :

- période étudiée : avant 1980 ou après 1980, date choisie comme pouvant marquer une transition entre des restructurations uniquement orientées vers l'accompagnement du déclin et des opérations plus orientées vers la recherche de performances accrues
- pays étudiés : données américaines versus « reste du monde », du fait de la régulation supposée moins forte des pratiques de res-

restructurations aux Etats-Unis, ou le principe de l' « *employment-at-will* » prévaudrait (Radin et Werhane, 2003)

- secteur d'activité : industrie ou non, répondant à une logique de contrôle des modes dominants de production
- indicateurs de performance retenus : *return on capital*, *return on asset*, *return on investissement*, *return on equity*
- délai entre la restructuration et la mesure de la performance : d'Arcimoles (1995) note, par exemple, que l'association entre le taux de licenciement et la performance disparaît avec le temps.

Le tableau 5 montre clairement que la relation entre restructurations et niveau de performance est en général négative (constante significativement négative). Cela infirme l'hypothèse selon laquelle les entreprises qui se restructurent atteignent des performances plus élevées que les autres (H1), mais signifierait au contraire que les restructurations sont le fait d'entreprises en difficulté. Ensuite, cette même méta-régression signale que la performance associée aux suppressions d'emplois est d'autant plus élevée que l'opération a un contenu organisationnel fort et s'inscrit dans une stratégie plus large que le seul ajustement des effectifs (H3 validée). En outre, l'écart de performance se réduit entre les entreprises qui se restructurent et les autres lorsque la performance est mesurée en rapport à des grandeurs économiques mesurant la quantité de capitaux mobilisés, signalant ainsi une combinaison productive plus efficace. Enfin, la performance des entreprises qui engagent des restructurations semble rattraper celle des autres au bout d'un délai supérieur à trois ans, ce qui accrédirait l'idée d'un redressement à long terme possible (Arcimoles (d'), 1995).

Tableau 5 - Méta-régression 1
Restructurations et niveau de performance des entreprises

Variables indépendantes	Variable dépendante = corrélacion partielle r	
	β	t
Constante	-0,537**	(-2,63)
Données américaines=1, sinon=0	0,241	(1,27)
Période couverte : avant 80=1, sinon=0	-0,063	(-1,23)
Contenu organisationnel=1, sinon=0	0,151***	(3,00)
Licenciements par firmes industrielles=1, sinon=0	0,042	(0,78)
ROE=1, sinon=0	0,039	(0,71)
ROA/ROI=1, sinon=0	0,105*	(1,81)
ROC=1, sinon=0	0,394*	(1,89)
Performance relative après 1 an*	-0,011	(-0,18)
Performance relative après 2 ans	0,054	(0,84)
Performance relative après 3 ans	0,146**	(2,04)
Performance relative après 4 ans	0,159**	(1,94)
Performance relative après 5 ans	0,346**	(1,86)
R ² ajusté	0,281	
F	3,09***	
N	65	

* Généralement, comparaison des performances des entreprises qui licencient à celles qui ne licencient pas en t, t+1, t+2, etc.

Le tableau 6 qui décrit la méta-régression relative à la performance exprimée en évolution permet de mieux cerner la relation entre restructuration et performance. La constante nulle semble indiquer l'absence de relation au moins à court terme, ce qui confirmerait l'hypothèse selon laquelle les entreprises recourent aux restructurations parce qu'elles ont des difficultés (cf. supra) et non pour améliorer la performance à court terme. A moyen-long terme, en revanche, le fait d'avoir restructuré semble favoriser l'amélioration des performances (évolution de la performance très significativement positive à 2, 3, 4, 5 et 6 ans, mais effet incertain à 1 an). L'hypothèse H2 est donc confirmée mais nuancée par la nécessité d'allonger l'horizon temporel de l'évaluation de la performance. Par ailleurs, cette amélioration des performances semblait plus patente avant 1980 qu'après, signalant peut-être une évolution dans les modalités de recours aux restructurations et plus particulièrement aux suppressions d'emplois. Les restructurations seraient enfin destructrices de performance dans le secteur industriel, là où l'efficacité productive est peut-être la mieux surveillée, les restructurations venant peut-être davantage accompagner le déclin que redresser la productivi-

té. On retrouve là encore une plus grande évolution de la performance lorsqu'elle est mesurée en relation avec les moyens financiers mobilisés.

Tableau 6 - Méta-régression 2

Suppressions d'emplois et évolution de la performance des entreprises

Variables indépendantes	Variable dépendante = corrélation partielle r	
	β	t
Constante	0,066	(0,37)
Données américaines=1, sinon=0	0,015	(0,24)
Période couverte : avant 80=1, sinon=0	0,212***	(2,88)
<i>Downsizing</i> =1, sinon=0	0,018	(0,24)
Licenciements par firmes industrielles=1, sinon=0	-0,196*	(-1,86)
ROC	0,074	(0,89)
ROA/ROI	0,222***	(2,83)
ROE	0,063	(0,86)
Performance à 1 an	0,094	(1,19)
Performance à 2 ans	0,129*	(1,66)
Performance à 3 ans	0,208**	(2,74)
Performance à 4 ans	0,262***	(3,24)
Performance à 5 ans	0,287***	(3,31)
Performance à 6 ans	0,266**	(2,22)
R ² ajusté		0,682
F		7,11***
N		41

De ces résultats découle l'idée générale que les restructurations ne constituent pas un moyen d'accéder à une performance plus élevée que la concurrence. Elles relèvent plutôt d'une stratégie contribuant à retrouver un niveau « normal » de performance à partir d'une situation plutôt dégradée. Il y a donc bien là un ensemble de signaux contradictoires – entre difficultés et espoir d'amélioration – dont on a vu qu'il provoquait une réaction négative chez les investisseurs financiers. Néanmoins, la compréhension de cette réaction mérite également un examen plus approfondi.

2.4.2. Expliquer les réactions des investisseurs financiers

La méta-régression 3 doit permettre d'identifier l'origine des variations des cours boursiers. Hubler *et al.* (2004) montrent que

« l'intensité et le sens des effets dépendent d'une combinaison de facteurs (...) ». Dès lors, la mise en évidence du rôle joué par le contexte financier, la forme des suppressions d'emplois ou encore les caractéristiques de l'étude (choix méthodologiques, taille de l'échantillon, fenêtres d'observation, etc.) peut s'avérer pertinent pour mieux comprendre l'évolution des cours boursiers des entreprises.

Dans la modélisation proposée, le *rendement anormal moyen cumulé/RAMC*, à la date ou autour de la date de l'annonce, est la variable dépendante. Dans cet ensemble de facteurs, il est possible de distinguer ceux qui ont trait au motif de recours aux suppressions d'emplois, de ceux qui caractérisent l'opération et son contexte. N'ont été retenues que les variables qui apparaissaient dans un nombre suffisamment important d'études pour que les régressions aient une signification méthodologique.

Les variables suivantes ont donc été utilisées pour coder les résultats ici méta-analysés :

- secteur d'activité : permettant de tester l'hypothèse d'une réaction plus ou moins forte selon le caractère habituel ou non des restructurations (généralement plus fréquentes dans l'industrie) (hypothèse H5)
- nature de la régulation nationale rendant plus ou moins facile l'utilisation des restructurations et favorisant ou non son acceptation (hypothèse H5) : ont été regroupé les événements ayant eu lieu dans des pays à régulation faible (USA, Grande Bretagne, Canada) ou forte (France, Japon). Par ailleurs, pour permettre la comparaison avec les résultats de l'analyse sur données comptables, le groupe des études purement états-uniennes a été également isolé dans une méta-analyse stratifiée.
- caractère proactif ou réactif de l'opération (hypothèse 6). Cette variable a été construite en réinterprétant les définitions données par les auteurs (ainsi, les motifs liés au déclin, aux performances antérieures faibles, aux échecs stratégiques... ont été regroupées avec les opérations réactives. A l'inverse les opérations liées à un plan stratégique, à une modernisation des structures, à une consolidation... ont été regroupées dans le groupe des opérations proactives)
- contenu organisationnel de l'opération : refonte des structures, du portefeuille d'activités, de l'actif (hypothèse H6)
- ampleur de l'opération, signalant l'importance des dysfonctionnements à résoudre (Hypothèse H7)

- caractère répétitif de l'opération, signalant là encore l'ampleur de l'opération et/ou les difficultés à résoudre les dysfonctionnements ciblés par la restructuration (Hypothèse H7)
- licenciements forcés (et non volontaires) signalant la brutalité et là encore peut être l'urgence de l'ajustement (Hypothèse H7)
- licenciements permanents (et non temporaires comme cela existe outre-atlantique) signalant encore une fois l'ampleur des problèmes à résoudre (Hypothèse H7)

Le tableau 7 reprend les résultats des méta-régressions effectuées sur les résultats regroupés dans différentes fenêtres d'observations autour de l'événement. Afin de ne pas alourdir la lecture du tableau, seules les variables offrant des résultats significatifs sur au moins une fenêtre d'observation sont conservées.

On constate tout d'abord que si l'effet négatif de l'annonce de restructurations sur le cours boursier est bien réel, à l'annonce et autour de l'annonce c'est-à-dire au cours d'une période de 5 jours débutant 2 jours avant l'annonce et finissant 2 jours après. En revanche, les cours boursiers sont affectés d'une tendance positive lorsqu'on s'éloigne de la date de l'annonce. Il y aurait donc récupération du cours boursier dans les semaines suivant l'événement.

Variations du cours boursier à l'annonce : fenêtres [-1/0], [0], [0/+1]

Cet effet de l'annonce de suppressions d'emplois est d'autant plus négatif que l'on se situe sur le marché américain. Ce résultat doit être relativisé compte tenu du faible nombre d'études d'événements réalisées sur d'autres zones géographiques. Il peut néanmoins s'expliquer par le fait que les entreprises américaines sont susceptibles de réaliser leurs ajustements de main-d'œuvre sur la durée sans s'engager dans des processus critiques passant, comme en France, par le recours au licenciement économique, avec une souplesse qu'il est possible de supposer eu égard au cadre juridique moins contraignant et à la nature de relations sociales moins conflictuelles. Ainsi, aux Etats-Unis, seules les restructurations les plus critiques feraient l'objet d'annonce⁷.

⁷ En outre, le Warn Act ne rend obligatoires les annonces de licenciements que dans le cas d'opérations massives (fermetures totales de sites ou licenciements de plus de 500 salariés).

Tableau 7 - Méta-régression 3 'Rame'
 Suppressions d'emplois *versus* Performance boursière

	Variable dépendante = Rendement Anormal Moyen Cumulé								
	A l'annonce				Autour de l'annonce		Après l'annonce		
Fenêtres	[-1, 0]*	[-1, 0] *							
		Etudes US	[0]*	[0, +1]*	[-2, +2]*	[-1, +1]*	[+2, +10]*	[+1, +90]*	
Moyenne RAMC	-0,65***	-0,71***	-0,17*	-0,45***	-1,70***	-0,72***	0,76***	5,20***	
Ecart-type	0,49	0,48	0,48	0,41	1,41	0,85	0,41	2,32	
Variables indépendantes	β	β	β	β	β	β	β	β	
Constante	0,040	-0,675***	-0,142**	-0,211***	-0,868	-0,720***	0,757***	5,205***	
Données US	-0,690***			-0,247*		+0,439*			
<i>Caractéristiques de l'opération</i>									
Tous types de restructurations					+1,283**				
restructurations offensives	+0,652***	+0,641***	+0,382*		+3,489***	+1,520*			
restructurations défensives	-0,416**	-0,664***							
restructurations de forte ampleur				+0,662*					
Licenciements répétés					-1,431**				
Licenciements forcés							-1,640**		
F	12,94***	7,96***	2,82*	3,56*	4,63**	3,96**	-	-	
R ² ajusté	0,205	0,118	0,075	0,058	0,303	0,123	-	-	
N		140	105	46	43	26	44	12	9

En revanche, l'incidence de la régulation nationale n'apparaît pas au rang des variables significatives. L'hypothèse H5 selon laquelle la réaction est d'autant plus forte que les restructurations sont peu communes n'est pas vérifiée sur ce critère.

On retrouve également l'idée selon laquelle les restructurations sont d'autant mieux appréciées des investisseurs qu'elles s'inscrivent dans des logiques offensives cherchant davantage à améliorer l'activité de production qu'à contrer des difficultés qui se sont déjà manifestées (restructurations défensives). Elles signalent ainsi aux acteurs des marchés financiers des perspectives de profit accru, et non des difficultés économiques desquelles on ne sait sortir qu'en diminuant le potentiel de l'entreprise. L'hypothèse H6 est donc largement confortée. Sur aucune des fenêtres, en revanche, l'incidence du contenu organisationnel de l'opération n'apparaît significative. Il semble donc que les investisseurs ne soient pas sensibles à cette caractéristique de l'opération.

En revanche, on constate, le jour même de l'annonce (fenêtre [0]), une réaction plus favorable lorsque les suppressions d'emplois touchent un nombre important de salariés. Ce résultat contredit l'hypothèse H7 qui voudrait que les petites opérations rappellent davantage l'activité d'optimisation permanente rationnelle. Peut-être les investisseurs financiers voient-ils dans les opérations de grande ampleur le signe d'un net volontarisme de la part des dirigeants ou un réel espoir d'amélioration des performances lorsque les opérations de petite ampleur ne signaleraient qu'un effort de maintien de cette performance. Plus probablement, ce résultat découle du poids important d'une étude particulière dans cet échantillon et dont le résultat va à l'encontre de la tendance. Il s'agirait de l'étude de Worrel *et al.* (1991) qui identifie une réaction moins négative pour les grosses opérations que pour les petites ou les moyennes. Quoiqu'il en soit, l'hypothèse H7 n'est pas vérifiée sur le critère de la taille de l'opération.

Variations du cours boursier autour de l'annonce : fenêtres [-1/+1], [-2/+2]

Lorsque la fenêtre d'observation est élargie, on constate la permanence de cette préférence pour des opérations offensives plutôt que défensives ou justifiées par un déclin des débouchés des entreprises, alors même que les études incluses dans l'analyse ne sont pas nécessairement les mêmes. En outre, les licenciements sont d'autant moins appréciés qu'ils sont répétitifs, répétition que le marché interprète comme la probable incapacité de l'entreprise à réaliser la transformation qu'elle souhaiterait mener, ou comme un acharnement dans l'utilisation d'une stra-

tégie qui n'est pas adaptée à sa situation (H7). De plus, les licenciements sont moins bien valorisés lorsque les salariés sont forcés de quitter l'entreprise plutôt qu'invités à le faire. De façon évidente, les investisseurs y verraient le signe de dysfonctionnements organisationnels et sociaux à venir, destructeurs de performance.

Enfin, contrairement à ce qui s'observe à l'annonce même, les opérations seraient mieux valorisées aux USA qu'ailleurs sur la période [-1 ; +1]. Les contradictions dans les résultats invitent à la plus grande réserve dans l'analyse de l'influence des cadres institutionnels comme par ailleurs, la variable sectorielle n'apparaît pas au rang des variables significative, il est impossible de vérifier l'hypothèse H5 qui annonçait une réaction moins forte dans les contextes nationaux ou sectoriels dans lesquels les restructurations sont plus habituelles et donc prévisibles.

Variations du cours boursier postérieures à l'annonce⁸ : fenêtres [+2 /+10], [+1 /+90]

Enfin, et sans qu'il soit possible de nuancer davantage, faute de résultats significatifs du fait de l'étroitesse des échantillons, il apparaît clairement que si les entreprises connaissent globalement une diminution de leur cours boursier à l'annonce des suppressions d'emplois, et autour de l'annonce, la tendance s'inverse très rapidement dans les semaines [+2 /+10] et les mois suivants [+1 /+90]. On observe alors respectivement une hausse moyenne de +0,76 % puis de +5,20 %. L'annonce de restructurations est ainsi à court terme le vecteur d'informations négatives qui tendent à se retourner progressivement. Les investisseurs, comme du reste la totalité des parties prenantes à l'entreprise éprouvent probablement le besoin d'intégrer une information complexe pour cerner la pertinence de l'opération, ou ont besoin d'attendre les réactions des salariés ou de l'environnement socio-économique avant de « prédire » si elle a une chance d'être bénéfique⁹.

Le tableau 8 récapitule les résultats obtenus.

⁸ Le fait qu'il soit possible d'isoler l'influence d'un seul événement sur le cours boursier sur des fenêtres aussi longues peut surprendre, de même que l'on peut s'interroger sur la fiabilité d'un suivi de la performance associée aux restructurations plusieurs années après l'opération (cf. *supra*). On peut rappeler alors que la méthode de la méta-analyse repose sur la validité des résultats statistiques qu'on inclut dans l'échantillon. Il faut donc s'en remettre, en amont, aux résultats des recherches publiés.

⁹ En France, les procédures légales imposent une annonce en priorité aux salariés. L'information n'est transmise aux partenaires économiques que dans un second temps. Il peut y avoir là un effet perturbant puisque c'est d'abord la contestation de l'opération qui s'exprime avant même que les dirigeants puissent exposer publiquement leurs plans.

Tableau 8 - Synthèse des hypothèses et des résultats

<i>Hypothèse</i>	<i>Validation</i>	<i>Commentaire</i>
H1 : Les entreprises qui se restructurent par le biais de suppressions d'emplois ont des performances plus élevées que celles qui ne se restructurent pas.	Non validé	L'année de la restructuration les performances sont inférieures. Les restructurations sont donc plutôt le fait d'entreprises en difficulté. L'écart se réduit lorsque la performance est mesurée en tenant compte des capitaux immobilisés. L'écart négatif à terme se réduit après 2 ans, signalant le retour à une situation normale
H2 : Les entreprises qui se restructurent par le biais de suppressions d'emplois améliorent leurs performances.	Non validée à court terme	Amélioration des performances après deux ans. L'amélioration des performances est plus nette pour la période antérieure aux années 1980. L'amélioration des performances est moindre dans l'industrie.
H3 : l'existence d'une perspective stratégique explicite améliore la performance des opérations de restructuration	Validée	
H4a : Le cours boursier est sensible à l'annonce de restructurations	Validée	Réaction négative des marchés financiers. Le cours se redresse dans les semaines suivant l'annonce
H4b : L'évolution du cours boursier lors de l'annonce reflète l'influence des restructurations sur la performance économique et financière des entreprises	Non validée	Réaction globale négative des marchés financiers alors que les effets économiques globaux sont incertains.
H5 : La réaction des marchés financiers est d'autant plus forte que la pratique des restructurations est peu répandue dans l'environnement de l'entreprise.	Non validée	Les résultats sont contradictoires quant à l'incidence des cadres nationaux ou du secteur d'activité
H6 : les cours boursiers	Validation	Les opérations proactives sont

réagissent plus favorablement aux restructurations proactives qu'aux restructurations réactives		mieux appréciées des marchés. En revanche, ces derniers se montrent insensibles à la nature du changement organisationnel.
H7 : Les réactions à l'annonce de restructurations sont plus négatives lorsque l'ampleur de l'opération est importante.	Validation partielle	Les marchés réagissent plus favorablement aux opérations de grande ampleur, mais plus négativement lorsque les restructurations se succèdent.

Conclusion : performances économiques liées aux restructurations et perceptions des investisseurs

Il ressort essentiellement de ces méta-analyses que les restructurations contribuent à l'amélioration des performances des entreprises qui les pratiquent, mais seulement au terme de quelques années. L'année de la restructuration, ces entreprises ont généralement une performance inférieure aux autres entreprises. Cela peut s'expliquer par le retard qu'ont les entreprises qui doivent se restructurer (surtout lorsque la restructuration nécessite des suppressions d'emplois), ou par les coûts cachés que ces opérations engendrent à court terme (Chevalier et Dure, 1993; Zardet, 1993). Ces opérations permettent ensuite un rattrapage qui est alors favorisé par l'inscription de l'opération dans une réflexion sur la stratégie menée et la qualité de l'organisation.

Partant d'une revue de la littérature narrative qui ne permettait pas de conclure nettement à une rationalité instrumentale dans le recours aux restructurations, le recours à la méta-analyse permet de valider les hypothèses qui justifient ces réorganisations. En effet, lorsqu'on introduit la durée dans l'évaluation on retrouve l'idée de restructurations qui peuvent contribuer à la restauration de l'efficacité de l'appareil de production. Dans la mesure où elles génèrent des coûts à court terme, elles sont à analyser comme un investissement. En revanche, les résultats obtenus ne permettent pas de considérer les restructurations comme participant à la recherche d'un avantage concurrentiel découlant par exemple de la « découverte » de nouvelles formes organisationnelles ou structurelles.

Les restructurations sont alors pertinentes dans le cadre de stratégies de rattrapage. Elles semblent en revanche provoquer, au moins à court terme, une méfiance nette chez les investisseurs, ce qui contredit l'idée d'une préférence spontanée des marchés financiers pour ces pratiques. Plusieurs explications toutes imbriquées peuvent être avancées pour rendre compte de ce phénomène. La première réside dans la nature de

l'information véhiculée par l'annonce de restructurations : elles annoncent à la fois des perspectives de redressement mais également l'existence d'un retard. On comprend mieux dès lors pourquoi les opérations proactives provoquent une amélioration (ou une détérioration moindre) des cours boursiers. Ensuite, dans l'hypothèse où l'horizon temporel des investisseurs serait court, la perspective de pertes à court terme pourrait obérer l'effet positif des restructurations à court ou moyen terme. Ces opérations pourraient dès lors provoquer des échanges de titres entre des investisseurs aux horizons différents. Enfin, les restructurations sont des phénomènes complexes aux dimensions multiples qui peuvent rendre nécessaire l'arrivée d'informations supplémentaires pour qu'il soit possible d'en anticiper les performances. Ces raisons expliqueraient la perturbation des cours boursiers à l'annonce.

Ces résultats permettent donc de mettre en évidence les rationalités à l'œuvre dans la décision de restructuration et dans les décisions d'investissement qu'elles provoquent. Plusieurs obstacles méthodologiques resteraient cependant à contourner pour aller plus loin dans la compréhension de ces mécanismes. En effet, la technique de la méta-analyse reproduit, voire amplifie les biais méthodologiques inclus dans les études empiriques qu'elle synthétise. En particulier, alors que l'on parle de changements organisationnels et structurels contribuant à la détermination de la performance, on ne peut repérer ces changements qu'en recourant à des approximations : les variations d'effectifs ou les annonces de licenciements sans cerner précisément la nature de ces changements. Par ailleurs, pour les besoins de la compilation des résultats statistiques constitutifs de la population d'études empiriques étudiée, certaines recherches aux méthodologies atypiques ou aux hypothèses originales ont dû être écartées. Il en est ainsi par exemple des recherches qualitatives ou des recherches portant sur des causalités non linéaires. Une part du caractère explicatif de la littérature a pu ainsi être négligée.

Plusieurs voies sont envisageables pour poursuivre cet effort d'évaluation : tout d'abord, il conviendrait de systématiser les évaluations sur le long terme. Si les restructurations sont pertinentes pour permettre un retour progressif vers une organisation efficiente, alors l'introduction d'une dimension longitudinale devrait être systématisée dans ces recherches. Ensuite, l'analyse de l'évolution des cours boursiers à l'annonce gagnerait à être affinée. L'usage de méthodologies qualitatives devrait être favorisé pour dépasser une analyse des perceptions des investisseurs par le seul prisme des cours boursiers. Le recours à des entretiens avec des investisseurs permettrait de mieux cer-

ner les processus de formation de leurs perceptions. Le questionnement est finalement simple : à l'annonce de restructurations, qui achète ?, qui vend ?, pourquoi ? Le seul suivi du prix des actions permet certes de tirer des hypothèses, mais les annonces sont trop complexes pour qu'il soit possible de démêler entièrement ces phénomènes, ou de déterminer le poids de mécanismes opposés susceptibles de se compenser dans la détermination des cours.

Enfin, il serait nécessaire de travailler davantage sur les formes que prennent les restructurations, plutôt que sur leurs conséquences sociales, quitte à assumer l'idée d'une explosion du concept même de restructuration. On chercherait alors à isoler les performances associées aux réductions d'effectifs, au *reengineering*, à l'externalisation d'activité, aux fermetures de sites, au recentrage sur le cœur de métier...

Dans sa définition même, la restructuration, le *downsizing*, est un « ensemble d'activités » unifié par les effets attendus : « l'amélioration des performances ». Ce qui distingue les restructurations de l'ensemble des autres activités de gestion, qui, du marketing à la finance d'entreprise, concourent toutes à l'amélioration des performances économiques, est le fait que l'on ne s'intéresse qu'aux activités qui ont une incidence sur l'emploi. L'ensemble de la littérature consacrée aux restructurations est de ce fait orienté vers une seule et même question : est-il légitime de faire peser sur les salariés une partie du coût de l'amélioration des performances ? La référence systématique aux « victimes » des restructurations en introduction de chaque article consacré à ce thème constitue une norme qui atteste de cette préoccupation commune, et à laquelle le présent article ne déroge pas.

Dans cette veine, la problématique de cet article pourrait se résumer à la question simple suivante : le jeu en vaut-il la chandelle ? La réponse commune véhiculée dans l'opinion publique et qui contribue, en France pour le moins, à dégrader l'image du capitalisme comme forme dominante d'organisation économique, consiste à évoquer la pression exercée par les marchés financiers sur les dirigeants d'entreprises pour les pousser à s'engager dans la voie de la réduction des effectifs. Cette assertion qui a des réminiscences de lutte des classes, convient bien à une vision de l'entreprise qui semble revenir sur le devant de la scène médiatique : celle pour laquelle « de méchants patrons assoiffés de profit, des directeurs de ressources humaines grossièrement cyniques [sont] opposés à de braves ouvriers métallos en bleu de travail » (Le Goff, 2000). Les résultats de cette recherche amènent à tempérer cette interprétation. En effet, la littérature portant sur les conséquences hu-

maines des suppressions d'emplois illustre clairement que ces dernières sont mieux supportées des salariés, victimes ou survivants, lorsqu'elles peuvent être objectivées par un projet stratégique cohérent et menées de façon suffisamment anticipée pour qu'il soit possible de traiter plus facilement les incidences sociales (Cameron, 1994, Fabre, 1997). Les études d'événements recensées ici, montrent que les investisseurs préfèrent également des réductions d'effectifs mesurées et réfléchies probablement parce que c'est lorsqu'elles le sont qu'elles s'avèrent à terme les plus efficaces. Bien loin d'opposer les différentes parties prenantes, ces résultats vont dans le sens d'une convergence des intérêts. Salariés et actionnaires ont en effet intérêt à une recherche de performance passant par l'adoption de stratégie d'amélioration sur le long terme. Il s'agit de mener les adaptations nécessaires avant qu'elles ne deviennent restructurations.

Toutefois, cette discussion des caractéristiques des restructurations réussies, ne doit pas occulter le fait que, trop souvent, comme en témoigne la performance moyenne très faible de ces opérations dans leur ensemble, on recourt à cet instrument de gestion à mauvais escient, trop tard, trop fort, trop large. La tentation mimétique n'est alors pas loin.

Si la période récente des 10 à 15 dernières années se caractérise effectivement par le retour prégnant des actionnaires dans la décision d'entreprise, la traduction de l'exigence de rendements financiers accrus sous la forme d'emplois à supprimer est certainement un raccourci. Ce dernier serait commis par des dirigeants d'entreprises en quête de légitimité. On comprend en effet que les suppressions d'emplois, aussi douloureuses que visibles, puissent constituer un gage de bonne volonté du dirigeant à l'égard du marché, gage qu'il ne saurait remettre en cause, mais qui, comme le montrent les résultats présentés ci-dessus, ne trompe pas les investisseurs. Comme le note Chevallier et Dure (1993) il est devenu impensable de présenter des résultats médiocres à une assemblée d'actionnaires sans présenter simultanément un plan d'action tangible et aux résultats prévisibles. La mécanique simpliste qui consiste à passer des effectifs à la masse salariale puis de la masse salariale au résultat comptable sans s'attarder par les détours complexe de l'organisation du travail peut ainsi conduire à une démarche sacrificielle (Moulin, 2001), quand bien même personne n'en serait dupe. Le sacrifice est double : sacrifice des salariés dont l'emploi est supprimé – sacrifice commis pour attester de la loyauté du dirigeant, et sacrifice des actionnaires qui voient s'altérer le cours boursier de l'entreprise en conséquence des suppressions d'emplois – sacrifice commis pour

conjurer l'absence d'une vision stratégique claire dans un environnement d'extrême turbulence.

Bibliographie

- Abowd J. M., Milkowich G. T. et Hannon J. M. (1990), « The Effects of HRM Decisions on Shareholder Value », *Industrial and Labor Relations Review*, vol.43, n°3, p.203-236.
- Ahmadjian C. L. et Robinson P. (2001), « Safety in Numbers: Downsizing and the Deinstitutionalization of Permanent Employment in Japan. » *Administrative Science Quarterly*, vol.46, n°4, p.622-654.
- Allouche J. et Freiche J. (2007), *Regards croisés sur les restructurations*, Vuibert.
- Arcimoles (d') C. H. (1995), *Diagnostic financier et gestion des ressources humaines, nécessité et pertinence du bilan social*, Economica.
- Arcimoles (d') C. H. et Fakhfakh F. (1997), « Licenciements, structure de l'emploi et performance de l'entreprise : Une analyse longitudinale 1987-1993 » , in M. Tremblay et B. Sire (éds), *GRH face à la crise, GRH en crise*, Montréal, Presses HEC, p.21-36.
- Aubert J.-P. et Beaujolin-Bellet R. (2004), « Les acteurs de l'entreprise face aux restructurations, une délicate mutation. » *Travail et Emploi*, n°100, p.99-112.
- Baily M. N., Bartelsman E. J. et Haltiwanger J. (1994), « Downsizing and Productivity : Myth or Reality? » *NBER Working Papers*, n°4741, p.1-27.
- Barker V. L. et Mone M. A. (1994), « Retrenchment: Cause of Turn-around or Consequence of Decline? », *Strategic Management Journal*, vol.15, n°5, p.395-405.
- Beaujolin R. (1999), *Les vertiges de l'emploi, l'entreprise face aux réductions d'effectifs*, Grasset-Le Monde.
- Brockner J. (1988), « The Effects of Work Layoffs on Survivors: Research, Theory, and Practice », *Research in Organizational Behavior*, vol.10, p.213.
- Brockner J., Spreitzer G., Mishra A., Hochwarter W., Pepper L. et Weinberg J. (2004), « Perceived Control as an Antidote to the Negative Effects of Layoffs on Survivors' Organizational Commitment and Job Performance. » *Administrative Science Quarterly*, vol.49, n°1, p.76-100.
- Brummet R. L., Flamholtz E.G. et Pyle W. C. (1968), « Human Resource Measurement, a Challenge for Accountants. » *Accounting Review*, vol.43, n°2, p.217-225.

- Cameron K. S. (1994), « Strategies for Successful Organizational Downsizing », *Human Resource Management*, vol.33, n°2, p.189-211.
- Cameron K. S., Freeman S. J. et Mishra A. K. (1991), « Best Practices in White-Collar Downsizing : Managing Contradictions », *Academy of Management Executives*, vol.5, n°3, p.57-73.
- Cascio W. F., Young C. E. et Morris J. R. (1997), « Financial Consequences of Employment-Change Decisions in Major US Corporations », *Academy of Management Journal*, vol.40, n°5, p.1175-1189.
- Caves R. E. et Krepps M. B. (1993), « Fat: The Displacement of Non Production Workers from US Manufacturing Industries », *Brooking Papers: Microeconomics*, vol.2, n°227-288,
- Chadwell P. et Filbeck G. (1994), « The Impact of Corporate Layoffs Announcements on Shareholder Wealth », *Journal of Business and Economic Perspectives*, vol.20, p.101-110.
- Chadwell P. et Mullineaux D. (1995), « Bank-Holding Company Restructuring Strategies: An Examination of the Share Price Effects of Sell-Offs and Layoffs. » *New York Economic Review*, p.3-12.
- Chadwell P. et Webb S. (1996), « The Information Effects of Restructuring Strategies Used by Poor Performers : An examination of Selloffs versus Layoffs », *The Southern Business and Economic Journal*, p.148-159.
- Chalos P. et Chen C. J. P. (2002), « Employee Downsizing Strategies: Market Reaction and Post Announcement Financial Performance », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.29, n°5, p.847-870.
- Chen P., Sivakumar R. et Yu W. (2001), « Layoffs, Shareholders' Wealth and Corporate Performance », *Journal of Empirical Finance*, vol.9, n°171-199,
- Chevalier P. et Dure D. (1993), « Quelques effets pervers des mécanismes de gestion », *Annales des Mines - Gérer et Comprendre*, Septembre, p.4-28.
- CSC (2005), *Baromètre CSC, Liaisons Sociales, Entreprises et Personnel : Le diagnostic et les évolutions de la fonction RH*. CSC.
- Datta D. K., Pinches G. E. et Narayanan V. K. (1992), « Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta-analysis », *Strategic Management Journal*, vol.13, n°1, p.67-84.
- Davidson W. N., Worrel D. L. et Fox J. B. (1996), « Early Retirement Programs and Firm Performance », *Academy of Management Journal*, vol.39, n°4, p.970-984.
- De Meuse K. P., Bergmann T. J., Vanderheiden P. A. et Roraff C. E. (2004), « New Evidence Regarding Organizational Downsizing and a

- Firm's Financial Performance: A Long-term Analysis », *Journal of Managerial Issues*, vol.26, n°2, p.155-172.
- De Meuse K. P., Vanderheiden P. A. et Bergmann T. J. (1994), « Announced Layoffs: Their Effect on Corporate Financial Performance », *Human Resource Management*, vol.33, n°4, p.509-530.
- Doucouliagos C. et Laroche P. (2003), « What do Unions do to Productivity? A Meta-Analysis. » *Industrial Relations / Relations Industrielles*, vol.42, n°4, p.650-691.
- Dougherty D. et Bowman E. H. (1995), « The Effects of Organizational Downsizing on Product Innovation », *California Management Review*, vol.37, n°4, p.28-44.
- Elayan F. A., Swales G. S., Maris B. A. et Scott J. R. (1998), « Market Reactions, Characteristics, and the Effectiveness of Corporate Layoffs. » *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.25, n°3, p.329-252.
- Espahbodi R., John T. A. et Vasudevan G. (2000), « The Effects of Downsizing on Operating Performance. » *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol.15, p.107-126.
- Fabre C. (1997), *Les conséquences humaines des restructurations, audit de l'implication des rescapés après un plan social*, L'harmattan.
- Fama E. F. (1970), « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, vol.25, n°2, p.383-417.
- Farber H. S. et Hallock K. F. (1999), « Have Employment Reductions Become Good News for Shareholders? The Effect of Job Loss Announcements on Stock Prices, 1970-1997 », *NBER Working Papers*, n°7295,
- Filbeck G. et Webb S. E. (2001), « Information Asymmetries Managerial Ownership and the Impact of Layoff Announcements on Shareholder Wealth. » *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol.40, n°2, p.31-47.
- Franz D. R. et Crawford D. D., D.J. (1998), « Downsizing Corporate Performance, and Shareholder Wealth. » *Mid-American Journal of Business*, vol.13, n°1, p.11-20.
- Friedman M. (1970), « The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. » *The New-York Times Magazine*, n°33, p.122-126.
- Garaudel P., Noël F. et Schmidt G. (2007). Making Restructurings Acceptable: The Management-Union Dyad From a Stakeholder Theory Perspective. EURAM conference, Jouy en Josas.
- Gombola M. J. et Tsetsekos G. P. (1991), « Plant Closings for Financially Weak and Financially Strong Firms. » *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol.31, n°1, p.69-83.

- Gombola M. J. et Tsetsekos G. P. (1992), « The Information Content of Plant Closing Announcements : Evidence from Financial Profiles and the Stock Price Reaction. » *Financial Management*, p.31-40.
- Gunderson M., Verma A. et Verma S. (1997), « Impact of Layoff Announcements on the Market Value of the Firm. » *Relations Industrielles*, vol.52, n°2, p.364-373.
- Hedges L. V. et Olkin I. (1985), *Statistical Methods for Meta-Analysis*, Academic Press.
- Hubler J., Meschi P. X. et Schmidt G. (2001), « Annonces de suppressions d'emplois et valeur boursière des entreprises » , in G. Schmidt (éds), *La gestion des sureffectifs*, Paris, Economica, p.193-207.
- Hubler J., Meschi P. X. et Schmidt G. (2004), « Annonces de suppressions d'emplois et valeur boursière de l'entreprise » , *Finance Contrôle Stratégie*, vol.7, n°4,
- Hunter J. E., Schmidt F. L. et Jackson G. B. (1982), *Meta-analysis: Cumulating Research Findings Across Studies*, Sage Publications.
- Iqbal Z. et Akhigbe A. (1997), « Changes in Corporate Performance Associated with Layoffs. » *Journal of Financial and Strategic Decisions*, vol.10, n°2, p.17-26.
- Iqbal Z. et Shetty S. (1995), « Layoffs, Stock Price, and Financial Condition of the Firm. » *Journal of Applied Business Research*, vol.11, n°2, p.67-72.
- Kalra R., Henderson G. V. et Walker M. C. (1994), « Share Price Reaction to Plant Closing Announcements. » *Journal of Economics and Business*, vol.46, p.381-395.
- Karake Z. A. (1998), « An Examination of the Impact of Organizational Downsizing and Discrimination Activities on Corporate Social Responsibility as Measured by a Company's Reputation Index. » *Management Decision*, vol.36, n°3/4, p.206.
- Krishnan H. A. et Park D. (1998), « Effects of Top Management Team Change on Performance in Downsized US Companies. » *Management International Review*, vol.38, n°4, p.303-319.
- Lämsä A.-M. (1999), « Organizational Downsizing : A Ethical Versus Managerial View Point », *Leadership and Organization Journal*, vol.20, n°7, p.345-353.
- Laroche P. (2007), « L'exploration statistique du biais de publication. » *Revue de Statistique Appliquée*, vol.148, n°4, p.29-56.
- Laroche P. et Schmidt G. (2004). *La méta-analyse en sciences de gestion : Utilités, utilisations et débats*. Academy of Management, research methods division, Crossing frontiers in Quantitative and qualitative Research Methods, ISEOR, Lyon, France.

- Le Goff J.-P. (2000), « Entreprise : Le retour du refoulé. », *Le Monde, Supplément Initiatives*,
- Lee P. M. (1997), « A Comparative Analysis of Layoff Announcements and Stock Price Reactions in the United States and Japan », *Strategic Management Journal*, vol.18, p.879-894.
- Love E. G. et Nohria N. (2005), « Reducing Slack: The Performance Consequences of Downsizing by Large Industrial Firms, 1977-1993 », *Strategic Management Journal*, vol.26, n°12, p.1087-1108.
- Mallet L. (1989), « La détermination du sureffectif dans l'entreprise : Démarche gestionnaire et construction sociale. » *Travail et Emploi*, n°40, p.22-32.
- McElroy J. C., Morrow P. C. et Rude S. N. (2001), « Turnover and Organizational Performance: A Comparative Analysis of the Effects of Voluntary, Involuntary and Reduction in Force Turnover », *Journal of Applied Psychology*, vol.86, n°6, p.1294-1299.
- McKinley W., Sanchez C. M. et Schick A. G. (1995), « Organizational Downsizing : Constraining, Cloning, Learning. » *Academy of Management Executives*, vol.9, n°3, p.32-44.
- McKinley W., Zhao J. et Rust K. G. (2000), « A Sociocognitive Interpretation of Organizational Downsizing. » *Academy of Management Review*, vol.25, n°1, p.227-243.
- McKnight P. J. et Lowrie A. C. C. (2002), « Investors Reactions, Social Implications and Layoffs Announcements in the UK: A Comparison Between Periods. » *Journal of Management and Governance*, vol.6, p.83-100.
- McMahon T. F. (2000), « Lifeboat Ethics in Business. » *Business Ethics Quarterly*, vol.10, n°1, p.269-276.
- Mentzer M. S. (1996), « Corporate Downsizing and Profitability in Canada. » *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, vol.13, n°3, p.237-250.
- Meschi P. X. (1996), « La transformation de l'entreprise par downsizing : Source d'inertie ou de transformation? » in A.-M. Ferlicelli et B. Sire (éds), *Performance et Ressources Humaines*, Paris, Economica, p.79-94.
- Mick S. S. et Wise C. G. (1996), « Downsizing and Financial Performance in Rural Hospitals. » *Health Care Management Review*, n°21, p.16-25.
- Mone M. A. (1994), « Relationships Between Self-Concepts, Aspirations, Emotional Responses and Intent to Leave a Downsizing Organization. » *Human Resource Management*, n°2, p.181-198.

- Mone M. A., McKinley W. et Barker V. L. (1998), « Organizational Decline and Innovation : A Contingency Framework. » *Academy of Management Review*, vol.23, n°1, p.115-132.
- Morris J. R., Cascio W. F. et Young C. E. (1999), « Downsizing after all these Years : Questions and Answers about who did it, how many did it, and who Benefited from it. » *Organizational Dynamics*, vol.27, n°3, p.78-88.
- Moulin Y. (2001), *Contribution à la connaissance du processus de réduction des effectifs instrumentée par un plan social : Une analyse empirique des mécanismes formels et informels*, Thèse de sciences de gestion, Université de Nancy 2.
- Muller J. L. (1988), « Pour une revue quantitative de la littérature : Les méta-analyses », *Psychologie française*, vol.33, n°4, p.295-303.
- Noël F. (2004), *Les suppressions d'emplois, entre contraintes économiques et pressions sociales*, Vuibert.
- Noël F. (2007), « De la responsabilité légale à la responsabilité sociale : La quête de légitimité des dirigeants », in J. Allouche et J. Freiche (éds), *Regards croisés sur les restructurations*, Paris, Vuibert,
- Pihel L. (2006). La relation d'emploi durable : Analyse d'une dynamique d'implication singulière. Analyse du cas France Telecom à partir du paradigme don/contre don, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Nantes.
- Pouder R., Cantrell S. R. et Kulkarni S. P. (1999), « The Influence of Corporate Governance on Investor Reactions to Layoffs Announcements. » *Journal of Managerial Issues*, vol.11, n°4, p.475-492.
- Pouder R., Hindman H. D. et Cantrell R. S. (2004), « How Unions Affect Shareholder Wealth in Firms Announcing Layoffs. » *Journal of Labor Research*, vol.25, n°3, p.495-502.
- Radin T. J. et Werhane P. H. (2003), « Employment-at-Will, Employee Rights, and Future Direction for Employment. » *Business Ethics Quarterly*, vol.13, n°2, p.113-130.
- Robins D. K. et Pearce J. A. (1992), « Turnaround : Retrenchment and Recovery. » *Strategic Management Journal*, vol.13, p.287-309.
- Rosenthal R. (1978), « Combinig Results of Independant Studies. » *Psychological bulletin*, vol.85, p.185-193.
- Savall H. et Zardet V. (2006), « Coûts-performances cachés et gestion des ressources humaines », in J. Allouche *et al.* (éds), *Encyclopédie des ressources humaines*, Paris, Vuibert, p.223-233.
- Sentis P. (1998), « Performance à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs. » *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol.1, n°4, p.115-150.

- Stanley T. D. (2001), « Wheat from Chaff : Meta-Analysis as Quantitative Literature Review. » *Journal of Economics Perspectives*, vol.15, n°3, p.131-150.
- Stanley T. D. et Jarrell G. (1989), « Meta-Regression Analysis : A Quantitative Method of Literature Surveys. » *Journal of Economics Surveys*, vol.3, n°2, p.161-170.
- Ursel N. et Armstrong-Stassen M. (1995), « The Impact of Layoff Announcements on Shareholders. » *Relations Industrielles*, vol.50, n°3, p.636-650.
- Wayhan V. B. et Werner S. (2000), « The Impact of Workforce Reductions on Financial Performance, a Longitudinal Perspective. » *Journal of Management*, vol.26, n°2, p.34-56.
- Wertheim P. et Robinson M. (2000), « The Effect of a Firm's Financial Condition on the Market Reaction to Company Layoffs. » *Journal of Applied Business Research*, vol.16, n°4, p.63-72.
- Wolf F. M. (1986), *Meta-Analysis: Quantitative Methods for Research Synthesis*, Sage University.
- Worrel D. L., Davidson W. N. et Sharma V. M. (1991), « Layoffs Announcements and Stockholder Wealth. » *Academy of Management Journal*, vol.34, n°3, p.662-678.
- Zardet V. (1993). *Mettre en oeuvre un plan social: Rôle des acteurs et dimensions humaines d'une situation de crise*. 4ème congrès de l'AGRH, Jouy-en Josas.